

补贴政策发挥长效作用，消费粘性显现

报告要点

消费宏观前瞻：数据持续回暖，“两新”工作将持续推动内需扩充。（1）11月累计社零数据同比+3.5%，与10月份持平。虽然今年下半年以来CPI数据持续微弱下滑，体现出目前整体需求偏弱的情况未得到明显改善，但随着“两新”政策的持续落地，消费市场也处于逐步恢复过程中。（2）12月12日召开的中央经济工作会议将扩大内需放在了第一位，会议指出“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。在扩内需的主基调下，我们认为“两新”工作在明年仍会继续，并在服务消费等的更广泛的领域持续发力。此外，我们认为可以通过完善社会福利保障体系，推动中低收入群体增收减负，释放更多的消费潜力。

11月社零同比增长+3.0%，政策补贴带来消费粘性。（1）11月社零当月值43763亿元，同比增速+3.0%。虽较上月同比增速有略微下滑，但较去年仍呈现出整体性且持续性的增长，“两新”工作在地持续落实以及消费券等补贴政策已对内需释放产生长效影响，促使消费者产生消费粘性。（2）在各项消费数据中，家电产品和家具类分别同比+22.2%、+10.5%，建筑及装潢材料同比+14.3%。家电及家具的持续增长主要得益于以旧换新补贴政策带来的消费粘性，建筑材料的需求显著回升主要是新的房贷利率定价机制促进房贷利率下调，房价止跌回稳取得初步成效，从而推动购房需求回暖。（3）此外，有史以来，持续时间最长的“双十一”购物节落下帷幕，总计购物金额达14418亿元，同比+26.6%。其中家用电器和手机数码占比最高，其消费金额分别为1930亿元、1703亿元。

出行市场整体回暖，免税购物平稳回升。（1）11月旅客周转量较2019年恢复度为93%，与上月基本持平，同比+9.5%，整体上处于平稳恢复，稳定增长阶段。长途旅行热度依旧，铁路及民航皆已超过2019年同期水平，其中民航旅客周转量同比+20.6%，为本年度下半年新高。公路及水路的恢复情况仍较为低迷，短途旅行的恢复状况仍有待后续观察。（2）免税购物方面，海南离岛免税购物金额、人次、人均消费金额分别同比-22.41%、-15.98%、-22.43%，相较上月，同比降幅均有所收窄。随着23年爆发式出游购物的消费热度淡去，免税购物显现出平稳回升趋势。

风险提示： 1、房价后续若持续回升会一定程度上缩减居民消费预算；
2、国际局势不稳定性加剧。

休闲服务

评级：看好

日期：2024.12.25

分析师 何晓敏

登记编码：S0950523110001

☎：(021) 6139 2631

✉：hexiaomin@wkzq.com.cn

行业表现

2024/12/24



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《【消费瞭望录】连锁酒店投资框架：如何观测行业周期？》(2024/12/5)
- 《政策红利深度释放，消费市场迎来回暖黄金期》(2024/11/26)
- 《国庆出游点评：新“慢充式旅游”消费习惯正在形成》(2024/10/11)
- 《《黑神话 悟空》：耐心资本崛起的里程碑》(2024/8/22)
- 《线下零售边际修复 长线游成暑期热点》(2024/8/5)
- 《【消费瞭望录】梳理消费税改革三十年》(2024/8/1)
- 《【消费瞭望录】新消费格局：从商品迈向服务消费》(2024/7/12)
- 《消费行业月报：服务消费“正升级”》(2024/7/3)
- 《端午出游点评：“微”度假受追捧 出入境游火爆》(2024/6/14)
- 《消费行业月报：社消增速表现平淡，旅游工作重要指示推动建设旅游强国》(2024/6/5)

内容目录

一、 月度宏观消费总结	3
二、 本月行业观点	3
1. 社零：11月社零增速+3.0%，政策补贴产生较大粘性	3
分渠道看：	4
分消费类型看：	4
2. 出行：长效政策带动旅游市场整体回暖，民众出游持续增长	6
3. 免税：11月免税购物边际转好，预计逐步进入平稳回升阶段	7
三、 行业新闻	8
风险提示	10

图表目录

图表 1：社会零售总额及同比增速	3
图表 2：线上消费品零售额及同比增速	4
图表 3：线下消费品零售额及同比增速	4
图表 4：社会零售餐饮零售额及同比增速	5
图表 5：社会零售商品零售额及同比增速	5
图表 6：部分品类限额以上商品零售额当月同比增速	6
图表 7：国内出行旅客周转量恢复度	7
图表 8：公路营运性客运量恢复度	7
图表 9：铁路营运性客运量恢复度	7
图表 10：民航营运性客运量恢复度	7
图表 11：水运营性客运量恢复度	7
图表 12：免税购物金额	8
图表 13：离岛免税购物人次	8
图表 14：人均消费金额及增速	8

一、 月度宏观消费总结

受到今年与去年“双十一”消费节所处时间有所不同影响，社零数据同比录得+3%，相较10月下滑1.8个百分点，环比回落3.6个百分点，在数据上有较大的回撤，但在绝对量上达到了今年以来除10月消费节以来的最高水平，同时11月累计同比与10月齐平，均为3.5%，整体看消费在“两新”资金的托底下依然处在逐步恢复的过程中。叠加CPI的数据观察，需求偏弱的情况还没有出现明显的改善。

12月12日召开的中央经济工作会议将扩大内需放在了第一位，会议指出“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。将消费与投资结合，以提高投资效益全方位扩大国内需求，我们认为优质项目将是依靠投资拉动消费的关键，将宏观政策的短期刺激和长期经济增长两项目标进行结合，才能稳定的带动经济走出通缩，并形成长期正向反馈。其次，今年以来，“两新”“两重”取得实质性进展，特别是自7月将一万亿特别国债逐步落实以来，消费数据出现明显改善。

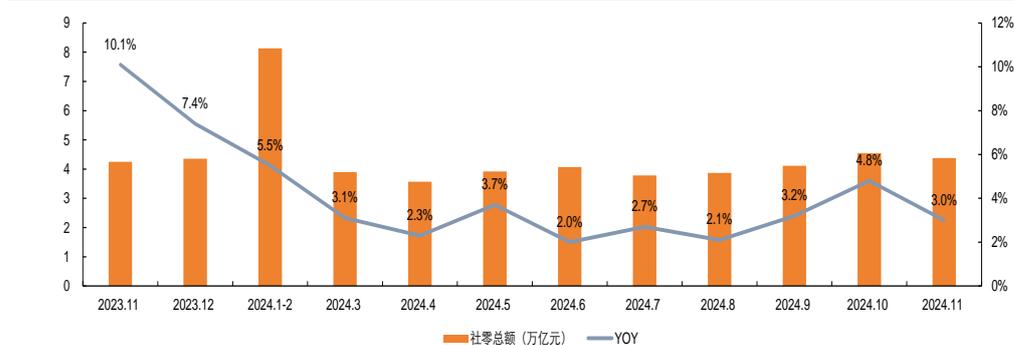
我们认为，财政对“两新”的支持将在2025年继续延续，不论是在明年两会公布的新一轮超长期特别国债发行量还是即将到来的财税体制改革中，以扩内需为主都将成为未来几年经济工作的主基调。不过与今年不同的是，我们认为明年的“扩内需”刺激应该更为广泛，从今年的数据观察，补贴方向的挤出效应较为明显，同时商品零售与餐饮收入也有出现了较为明显的反向波动，将服务消费纳入刺激政策或是明年刺激框架的一种方案。除此之外，会议提出了“实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级”，除了财税体制改革所下放的更多财权将给予地方政府更多的刺激空间，对于中低收入群体，或可尝试通过增加社会福利保障体系的建设释放更多消费需求。

二、 本月行业观点

1. 社零：11月社零增速+3.0%，政策补贴产生较大粘性

根据国家统计局公布的数据,2024年11月社会消费品零售总额为43763亿元,同比+3.0%。其中,商品零售额为37951亿元,同比+2.8%;餐饮收入为5802亿元,同比+4.0%。除汽车外的消费品零售总额为38998亿元,同比+2.5%。2024年1-11月社会消费品零售总额为44.27万亿元,同比+3.5%。11月限额以上消费品零售额为17748亿元,同比+1.3%。11月城镇和乡村累计消费品零售额分别同比+3.3%、+4.3%。

图表 1：社会零售总额及同比增速



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

分渠道看：

政策补贴驱动下，线上线下均稳步增长。线上渠道来看，11月份线上零售额1.47万亿，同比0%，环比+16.67%，1-11月线上实物商品零售总额为118059亿元，同比+6.8%。对于11月份的线上消费表现，我们推测的原因为如下：首先，本年度“双十一”购物节从10月14日开始到11月11日结束，而往年基本上是从10月24日开始，所以此次“双十一”的消费主力时间段会更多向10月下旬靠拢，从而一定程度上抵减了11月份的线上消费数据，所以虽然此次“双十一”购物节期间消费总额达到14418亿元，同比+26.6%，但受到购物节开始时间提前，持续时间拉到历年最长的影响，“双十一”对于本月消费数据的贡献度较往年有所减少。然而，随着“两新”政策持续落地，且多个电商平台都已开通消费品以旧换新申请办理渠道，该补贴政策已逐渐成为新的消费增长驱动力并逐渐使民众形成一定的消费粘性，推动本月消费增长。线下渠道来看，11月份线下零售额2.91万亿，同比+4.7%，连续四个月保持同比增长。我们推测11月份多地新一轮消费券的发放为线下消费能继续保持同比去年增长的主要原因。

图表 2：线上消费品零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

图表 3：线下消费品零售额及同比增速

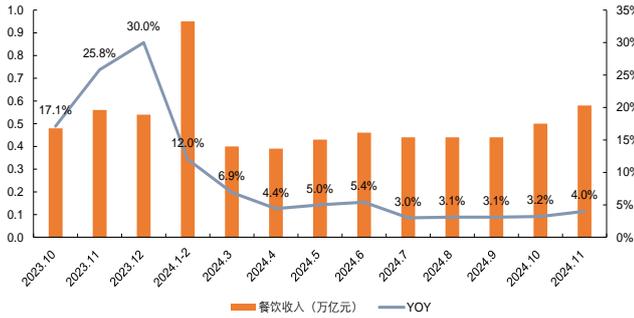


资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

分消费类型看：

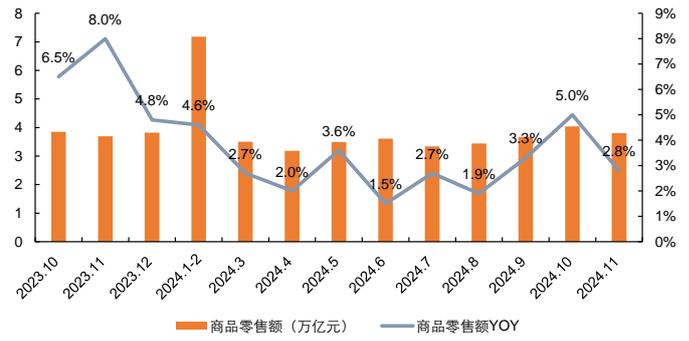
餐饮行业明显回升，商品零售略微下滑。11月份餐饮收入达到5802亿元，同比+4.0%，环比+16%，从当期绝对值来看，为本年度自3月份以来最高值，整体表现有明显提升。我们分析，这一现象主要原因是多地11月份新发的消费券主要集中在餐饮方面，且民众开始更加习惯去使用消费券在外就餐，从而推动了餐饮行业在本月的明显增长，例如广州发放1亿元的“食在广州”政府餐饮消费券，上海发放第二轮“乐品上海”餐饮消费券等。相比之下，商品零售方面有小幅回落，11月份商品零售额为3.8万亿元，同比+2.8%。我们推测还是“双十一”购物节提前开始，导致10月份商品零售数据提升明显，从而到了11月份，民众的“双十一”购物热情相较往年有所减退，但“两新”政策和消费券等补贴措施，使其继续保持同比增长。

图表 4：社会零售餐饮零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

图表 5：社会零售商品零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

必选品市场总体持续走强,食品粮油及日用品类较为突出：11月主要必选消费品如粮油食品和日用品类均保持同比增长,同比+10.1%/+1.3%,同时分别环比+2.7%/+9.5%。烟酒和饮料类产品同比分别为-3.1%/-4.3%,但较上月皆有所增长,分别环比+6.4%/+0.2%。根据国家统计局信息,我们发现,自2019年以来,每年11月、12月粮油、食品、饮料、烟酒累计当期消费均比10月份有所增长,增长率分别保持在5-10%、20%左右。所以我们推测环比增长的原因因为接近年关岁末,民众对于各类必选品的购物需求增长,从而推动粮油食品、烟酒、饮料、日用品等消费额集体环比上涨。至于粮油食品及日用品的同比增长和烟酒、饮料的同比下跌,我们分析原因为消费券的补贴领域主要集中在日用品和食品方面,从而使得民众对于这两方面的购物热情提升,进而一定程度上挤占其他品类的消费需求。

可选消费品总体上维持增长,表现明显分化：2024年11月,可选消费品市场虽同比增速较10月份有略微回落,但依旧保持环比增长。服饰鞋帽、化妆品及金银珠宝等高频可选消费品有明显退坡,体育娱乐、家用电器、家具、汽车等持续增长。**对于高频可选消费品及金银珠宝,服饰鞋帽同比-4.5%,环比+10.0%,化妆品类同比-26.4%,环比-7.4%,金银珠宝类同比-5.9%,环比+1.8%。**对此,我们认为,对于今年第四季度乃至整个下半年的消费市场而言,存在“两新”及消费券等政策补贴以及“双十一”及“双十二”等购物节大促两个主要的驱动力,推动各月消费数据同比增长。服饰鞋帽、化妆品、金银珠宝等因不是主要的消费补贴对象,所以其主要靠临时性的购物节大促刺激民众对其消费需求,同时今年与往年不同,“双十一”热潮主要发生在10月份而非传统在11月份,所以在今年11月份,消费热情减退,购物节落幕后,消费数据出现明显下滑。至于服饰鞋帽的环比增长,我们分析原因为临近冬季,民众的添衣需求自然会有所增加。**对于低频可选消费品,出金银珠宝外,其余品类均呈现同比和环比双增长。其中,体育娱乐用品同比+3.5%,环比+9.2%,家用电器和音像器材类同比+22.2%,环比+20.9%,家具类同比+10.5%,环比+25.0%,汽车类同比+6.6%,环比+7.0%。**家电和家具市场的消费激增主要是因为,随着消费品以旧换新政策的持续落地,如前所述,长效的政策补贴已逐渐成为消费增长的新型且稳定的驱动力,使消费者产生一定的消费粘性,所以即使购物节大促结束,该项消费数据依旧能保持强劲增长态势。汽车类产品的增长,我们推测主要是因为,各地逐渐实施差异化车辆报废更新补贴政策,进而推动新能源汽车的购买需求,拉动汽车类消费增长。体育和娱乐用品方面,对于其同比增长,我们认为于11月底在海南三亚举办的第十二届全国少数民族传统体育运动会,在一定程度上起到了刺激相关领域消费热情的作用;至于环比增长方面,我们认为原因是临近冬季,民众参与户外冰雪运动的热情逐渐高涨,推测冰雪运动相关产品销量会出现阶段性上升,同时由于该类产品价格相比其他运动产品偏高,进而使得体育领域总消费金额增长。**对于其他消费领域,建筑及装潢材料类产品表现较为亮眼,同比+2.9%,为本年度3月份以来首次正增长,同时,环比+14.4%。**工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行六大商业银

行于 11 月 1 日起实施新的个人商业性住房贷款利率定价机制，降低存量房贷利率，同时，配合一系列其他宏观财政及货币政策的落地，房价止跌回稳，出现成效，购房需求有所回暖。据了解，11 月新建商品房销售面积和销售金额分别同比+10.2%和+6.8%。由此可推测，房地产销售业绩的回升，拉动建筑及装潢材料类产品的消费增长。

总体来说，2024 年 11 月的社零数据中，必选消费品持续稳定增长，高频可选消费品回落明显，低频可选消费品保持强劲增长势头，建筑及装潢材料开始回暖。这其中，我们重点关注政策补贴对消费的长期利好作用已开始显现，消费粘性将有助于维持长期稳定的民众消费需求。同时随着住房贷款利率降低，民众生活成本和压力有所缓解，这将会进一步释放消费潜力，促进消费持续增长。

图表 6：部分品类限额以上商品零售额当月同比增速

行业机会		2024.11（环比）	2024.11（同比）	2024.10	2024.9	2024.8	2024.7	
将近年关岁末，基本食品用品等需求稳定增长+消费券	必选消费	粮油、食品类	2.7%	10.1%	10.1%	11.1%	10.1%	9.9%
		饮料类	0.2%	-4.3%	-0.9%	-0.7%	2.7%	6.1%
		烟酒类	6.4%	-3.1%	-0.1%	-0.7%	3.1%	-0.1%
将近年关岁末，基本食品用品等需求稳定增长+消费券	必选消费	日用品类	9.5%	1.3%	8.5%	3.0%	1.3%	2.1%
		中西药品类	6.7%	-2.7%	1.4%	5.4%	4.3%	5.8%
第十二届全国少数民族传统体育运动会+冰雪运动季	高频可选消费	服装鞋帽、针、纺织品类	10.0%	-4.5%	8.0%	-0.4%	-1.6%	-5.2%
		化妆品类	-7.4%	-26.4%	40.1%	-4.5%	-6.1%	-6.1%
		金银珠宝类	1.8%	-5.9%	-2.7%	-7.8%	-12.0%	-10.4%
“两新”政策落地，形成消费粘性	低频可选消费	体育、娱乐用品类	9.2%	3.5%	26.7%	6.2%	3.2%	10.7%
		家用电器和音像器材类	20.9%	22.2%	39.2%	20.5%	3.4%	-2.4%
家居以旧换新持续落地推广	低频可选消费	家具类	25.0%	10.5%	7.4%	0.4%	-3.7%	-1.1%
差异化鼓励政策下，新能源汽车需求爆发式增长		汽车类	7.0%	6.6%	3.7%	0.4%	-7.3%	-4.9%
存量房贷利率下调+新房贷款利率定价机制，促进购房需求	其他消费	通讯器材类	-5.1%	-7.7%	14.4%	12.3%	14.8%	12.7%
		文化用品类	3.4%	-5.9%	18.0%	10.0%	-1.9%	-2.4%
		石油及制品类	-5.9%	-7.1%	-6.6%	-4.4%	-0.4%	1.6%
		建筑及装潢材料类	14.4%	2.9%	-5.8%	-6.6%	-6.7%	-2.1%

资料来源：Wind，五矿证券研究所

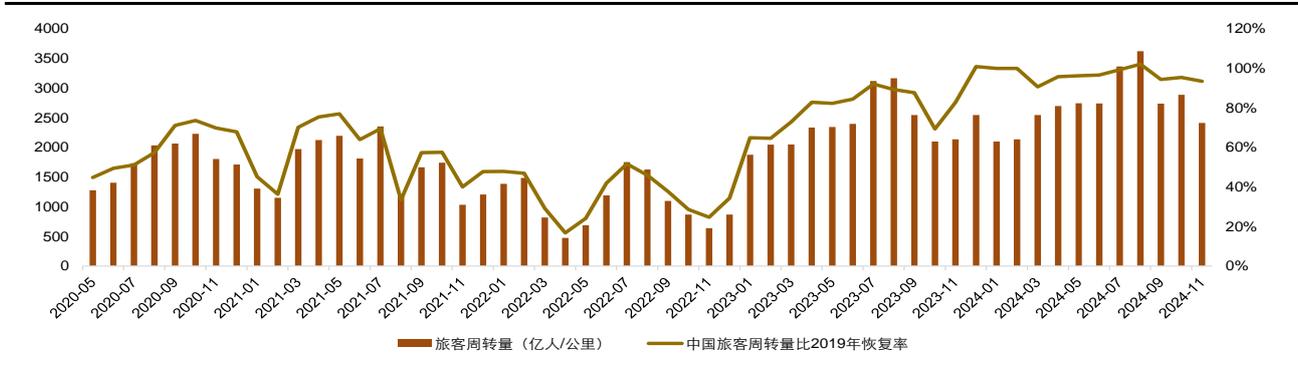
2. 出行：长效政策带动旅游市场整体回暖，民众出游持续增长

人员流动平稳恢复，长途旅行热度不减。整体来看，2024 年 11 月旅客周转量较 2019 年恢复度虽由上月 95%略微下降至 93%，但即使 11 月份无节假日，依旧较上年同比+9.5%，体现出今年国内民众出游整体回暖。从各项出行方式来看，公路出行为 2019 年同期水平的 63%，较上年同比+2.9%，铁路旅客周转量较 2019 年同期恢复度达 101%，较上年同比+2.5%，民航方面，较 2019 年同期已恢复至 108%，较上年同比更是+20.6%，水运方面相比 2019 年同期恢复度 57%，较上月有明显下滑，较上年同比-4.7%。总体来讲，民航和铁路较 2019 年同期的恢复程度虽较前几月有小幅下滑，但推测原因主要是 7-10 月假期较多，民众集中性爆发式出游，所以整体来看，长途出行方面的恢复进度仍较为乐观，尤其是民航出行方面，11 月同比+20.6%为 2024 年下半年来的最高值。总体来讲，本年度长途旅游市场的恢复依靠的是长效利好政策带来的整体性且持续性的居民生活水平改善与提高以及消费信心的提振，而非单一的旅游旺季暂时性爆发增长。

公路出行稍有好转，短途旅游仍相较低迷。11 月份公路和水路出行较 2019 年同期恢复度仍处于较低水平。公路出行恢复度达 63%，为本年度最高值，但我们分析本月以及未来两到三

个月的增长的主要原因是年底民众逐渐返乡，出于铁路和民航票务价格及票务数量有限等原因，公路返乡会成为不少民众的选择。所以公路出行以及短途旅游热度是否真的能做到整体性且持续性恢复，还需要进一步观察。

图表 7：国内出行旅客周转量恢复度



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

图表 8：公路营运性客运量恢复度



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 9：铁路营运性客运量恢复度



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 10：民航营运性客运量恢复度



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 11：水运营运性客运量恢复度



资料来源：Wind，五矿证券研究所

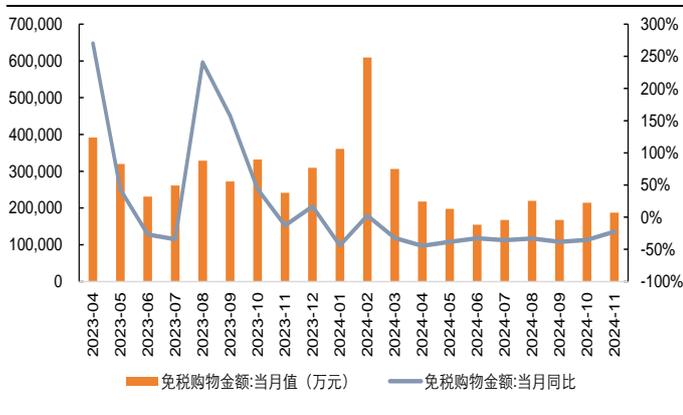
3. 免税：11月免税购物边际转好，预计逐步进入平稳回升阶段

据海口海关数据显示，2024年11月，海南离岛免税购物金额为18.72亿元人民币，同比-22.41%，购物人次为36.48万人，同比-15.98%，购物件数为211.12万件，同比-

22.43%。购物金额、人次和件数虽仍为同比下降，但降幅较上月有所好转。11月离岛免税人均消费金额为5131.25元，同比-7.6%，同比降幅较上月也有所缩减。

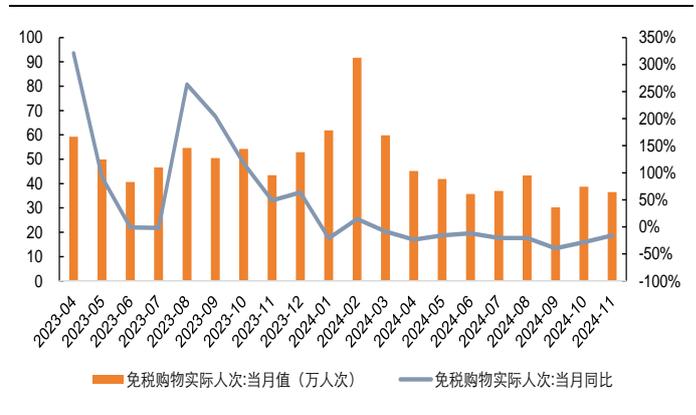
关于本月各项免税购物数据均持续同比及环比减少，我们推测原因主要是，上月国庆假期之后，本月旅游购物需求减退，同时本月海南遭遇超强台风“银杏”的冲击，对旅游业造成较大负面影响。关于本月各项数据同比降幅均有所收缩，我们认为，2023年民众出游需求在较长时间的积压后爆发式增长，推动各项旅游购物数据大幅增长，去年各月离岛免税购物金额同比增幅曾达到过近+270%，而到了今年，在这波高涨的旅游热度逐渐退去之后，各项旅游购物数据开始同比去年有所下滑，尤其在传统的旅游旺季，差距会更加明显。11月份属于偏旅游淡季，所以一定程度上使得同比降幅较前几个月有所减少。但我们也推测，随着海南封关政策逐步落实，预期逐渐增强，即使狂热的出游需求逐渐淡去，海南旅游及离岛免税购物将会逐渐步入平稳回升和增长阶段。

图表 12：免税购物金额



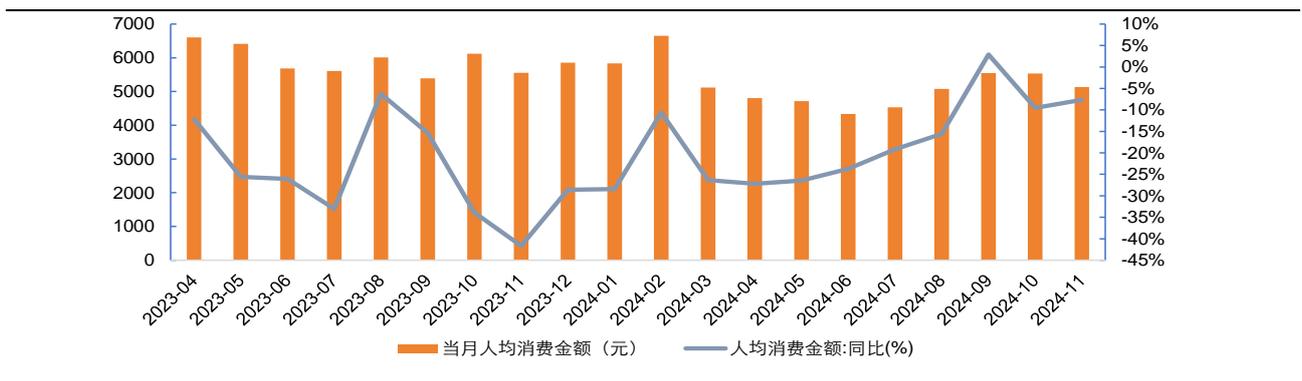
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 13：离岛免税购物人次



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 14：人均消费金额及增速



资料来源：if ind，五矿证券研究所

三、行业新闻

新一轮消费券发放落地，激发乘数效应

年关岁末将至，北京、上海、江苏、西安等地陆续发放新一轮消费券，涵盖餐饮、文旅、住宿、体育等多个消费领域，受到社会各界广泛而热烈的反应。例如，12月4日，第一轮“食在广州”消费券在15分钟内就已售罄；12月7日，“乐品上海”餐饮消费券第三轮第一批次准时发放，开启出售后瞬间被民众“买光”。上海市商务副主委刘敏表示，前两轮“乐品上海”餐饮消费券累计共发放超过603万张，资金撬动比约为4.2。消费大数据实验室（上海）数据显示，自9月28日第一轮发放以来，截至11月26日，餐饮消费券发放期间全市线下餐饮消费合计583.9亿元，同比+11.4%。美团数据显示，在“乐享浦东”消费券带动下，11月浦东新区餐饮堂食消费额较10月环比+19.8%，日均堂食消费者数量月环比+10.8%。（来源：经济参考报）

江苏开展3C数码产品补贴专项活动

为进一步释放以旧换新政策红利，江苏省于2024年11月27日至12月31日开展3C数码产品专项补贴活动，涵盖手机、平板电脑、笔记本电脑、智能手表、蓝牙耳机等电子产品，以产品成交价格15%为补贴标准，最高补贴额度可达1500元。（来源：无锡本地宝）

2024“双十一”累计销售额超14000亿元，家用电器和3C数码产品表现亮眼

今年“双十一”购物节全网累计销售总额达14418亿元，同比+26.6%。其中占比最高的分别是家用电器和手机数码产品，分别贡献了1930亿元，同比+26.5%，以及1706亿元，同比+23.1%。家用电器也是所有消费产品中，同比增速最快的。从各大电商平台的表现来看，京东平台的消费数据较为亮眼，尤其在家用电器和手机数码领域，其销售额占比分别为44%、56.2%，明显领先天猫淘宝、拼多多、抖音等其他电商平台。（来源：星图数据《2024双十一全网销售数据报告》，各电商平台）

新能源汽车以旧换新政策影响持续强劲，多项消费数据创新高

随着以旧换新政策的持续落地，12月9日周一，乘联分会公布11全国乘用车市场数据，11月零售、批发、生产、出口全面创出当月历史新高。11月全国乘用车市场零售242.3万辆，同比+16.5%，销量创1月以来最快增幅。其中，新能源汽车销量呈现较为明显增长，11月新能源零售环比+5.9%并持续创出新高，体现出市场对国家报废更新和以旧换新“双新政策”的良好反馈。商务部数据显示，截至11月18日，全国汽车报废更新和置换更新补贴申请均突破200万份，合计超过400万份。同时，因报废更新新能源汽车能获得比报废更新油车更高的补贴额度，新能源汽车渗透率也在逐步扩张，已连续5个月突破50%。（来源：中华人民共和国商务部、中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会、华尔街见闻）

六大商业银行发布公告，调整房贷利率定价机制

工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行六大商业银行发布公告，从11月1日起，陆续对商业性个人住房贷款利率实行新的定价机制。该项新机制规定LPR加点值高于全国新发放个人房贷利率平均加点值30个基点时，借款人可以向银行申请调整房贷利率LPR加点值，调整后的加点为全国新发放个人房贷利率平均加点值加30个基点。此外，六大商业银行的公告取消了房贷利率重定价周期最短为一年的规定，调整为三个月、

六个月或保持一年皆可。此举为也宣告中国人民银行一个月前发布的完善商业性个人住房贷款利率定价机制要求，即将正式落地。(来源：澎湃新闻.澎湃号.政务、余杭发布)

人民银行发布 11 月金融数据，M2 与 M1 剪刀差收窄

2024 年 12 月 13 日，中国人民银行发布 11 月金融数据。数据显示，11 月末，我国人民币贷款余额 254.68 万亿元，同比+ 7.7%；广义货币（M2）余额 311.96 万亿元，同比+7.1%。M1 同比增速较上月有所回升，其与 M2 的剪刀差也有所减小，反映出经济整体状况向好，民众对未来国家经济发展信心提振，也会利好居民消费增长。(来源：新华社)

美联储持续降息，政治因素或一定程度影响利率调整

当地时间 2024 年 11 月 7 日，美联储宣布降息 25 个基点，基本符合市场预期，加之美国 11 月非农就业人数新增 22.7 万人，高于市场预期 19.4 万人，未来降息预期仍维持在较高位。11 月份人民币兑美元整体上持续略微走高，加之唐纳德·特朗普当选美国总统，市场对于贸易战的担忧有所升级。总之，上述因素共同作用下，我们推测未来央行会一定程度上持续较为宽松的货币政策，利好消费及出口。(来源：央视新闻、U.S. Bureau of Labor Statistics、Trading Economics)

风险提示

1. 房价后续若持续回升会一定程度上缩减居民消费预算；
2. 国际局势不稳定性加剧。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;	
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。	

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F 邮编:100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010